

RELEVÂNCIA DO ATIVO INTANGÍVEL E EFEITO MODERADOR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

ISABELA CRISTINE LIMA COSTA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

JOSÉ GLAUBER CAVALCANTE DOS SANTOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

TATIANA AQUINO ALMEIDA
CENTRO UNIVERSITÁRIO CHRISTUS (UNICHRISTUS)

Agradecimento à órgão de fomento:
Não se aplica.

RELEVÂNCIA DO ATIVO INTANGÍVEL E EFEITO MODERADOR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

Tratando-se de diferencial competitivo, as corporações, principalmente aquelas listadas em bolsas de valores, portanto, maiores e mais complexas, têm optado de forma intencional por investir em recursos estratégicos, como os recursos intangíveis. O objetivo é se sobressair diante do mercado, garantir melhor retorno econômico-financeiro e alcançar valorização da empresa (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020; PEREZ; FAMÁ, 2006).

Essa é a premissa acerca da construção de vantagens competitivas, explicada pela teoria da Visão da firma Baseada em Recursos (*Resource Based View of the firm* – RBV) (BARNEY, 1994; WERNERFELT, 1981). Segundo a RBV, espera-se que a entidade que detiver recursos estratégicos dispõe de posição diferenciada e favorável, gerando desempenho superior. Dentre os recursos de natureza intangível, destacam-se os ativos intangíveis, uma vez que eles precisam ser explicitados nas demonstrações financeiras das empresas e se sujeitam à regulação contábil que possibilita sua identificação, mensuração e divulgação.

Vasconcelos, Fortes e Basso (2019) e Dionizio, Dagostini e Musial (2020) concordam que os ativos intangíveis possuem um papel macroeconômico fundamental no mundo moderno, com poder de agregar em valor. Contudo, dada sua natureza específica, existe complexidade no processo de reconhecimento, mensuração e divulgação desses ativos. Apesar da regulação que sinaliza a atenção com esse grupo de recursos das empresas, a dificuldade em geri-los impõe-se como grande desafio (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020).

Em meio a esse contexto, assume-se que a possibilidade de uma administração correta desses ativos incorpóreos, mas essenciais, encontra espaço na condição da entidade possuir um conjunto de ferramentas e práticas que corroborem o gerenciamento adequado dos recursos. A finalidade seria mitigar riscos de conflitos de interesse, além de controlar as ações dos gestores e promover mais qualidade da gestão dos ativos e das informações prestadas acerca dos recursos estratégicos (BARBOSA *et al.*, 2021).

Nesse sentido, destaca-se a função da Governança Corporativa (GC) como mecanismo que possui o intuito de evitar desvios de conduta e garantir a gestão eficiente do negócio com foco na criação de valor, sempre alinhada aos interesses dos proprietários (CAIXE; KRAUTER, 2014). A GC combate comportamentos oportunistas dos gestores que ganham espaço justamente nas dificuldades de gestão de recursos complexos e estratégicos como os ativos intangíveis. A GC pode ser uma geratriz de valor pela (i) qualidade dada à gestão estratégica e tomada de decisões e pela (ii) maior garantia de direcionamento adequado dos recursos, especialmente aqueles que são denominados como mais complexos (VASCONCELOS; FORTES; BASSO, 2019).

Vasconcelos, Fortes e Basso (2019) explicam que os mercados têm negociado com cada vez mais frequência ativos intangíveis. Porém, devido a sua complexidade de mensuração, cria-se a demanda por métodos e ferramentas que consigam gerir de forma adequada esses recursos estratégicos. É nesse cenário que a GC se colocaria, impondo-se como elemento moderador da construção de valor de ativos estratégicos, já que reduziria as chances de desvios de finalidade dos recursos da empresa (BARBOSA *et al.*, 2021).

Considerando essa discussão, este estudo responde a seguinte questão: que papel possui a GC na relação entre ativos intangíveis e valor no contexto das empresas mais negociadas da bolsa de valores brasileira? O objetivo da pesquisa é examinar o impacto da GC na relação entre ativos intangíveis e valor no mercado de capitais brasileiro.

Pressupõe-se que a GC, em virtude da sua condição intrínseca, proporciona uma gestão correta de recursos intangíveis com transparência, qualidade informacional e responsabilidade

corporativa (KEMPNER-MOREIRA; FREIRE, 2020). O resultado esperado disso seria a melhor avaliação do negócio relacionada à adequação mais eficiente dos recursos. Mais além, com a adoção de boas práticas de GC, sinaliza-se ao mercado garantias de uma gestão responsável, com foco na criação de valor alinhada aos interesses dos proprietários. Segundo Caixe e Krauter (2014), essa é uma justificativa para o efeito esperado da GC no valor de mercado das empresas ser positivo.

A pesquisa encontra justificativa ao analisar a importância da GC como ferramenta de gestão inserida no cenário econômico onde os recursos intangíveis se destacam. Na perspectiva gerencial, os resultados da pesquisa ajudarão a entender como esse mecanismo de gestão agrega no direcionamento do investidor, alinhamento interesses e na sinalização da existência de meios de gerenciar recursos estratégicos e complexos para a valorização da firma (SILVA, 2014).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Ativos Intangíveis

Ativos intangíveis são compreendidos como bens de natureza incorpórea, ou seja, que não podem ser tocados, porque não são físicos, com características específicas e até subjetivas, e com elevado grau de complexidade (LEV 2001; MOURA *et al.*, 2020; ORO; KLAN, 2015; PEREZ; FAMÁ, 2006; WU; LAI, 2020). Para que uma empresa reconheça em seu patrimônio um ativo intangível, esse recurso precisa ser controlado pela entidade, ser resultado de eventos passados e gerar benefícios econômicos futuros prováveis. Conforme o Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – Ativo Intangível (2010), eles são não monetários e precisam, ainda, ser identificáveis e sem substância física.

Dadas essas propriedades, é válido expor que apenas com o marco regulatório da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que alterou e revogou dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, os ativos intangíveis passam a ser reconhecidos como pertencentes ao ativo das empresas. Ainda em 3 de outubro de 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 04 – Ativo Intangível (2008). Atualmente CPC 04 (R1), o Pronunciamento Técnico define qual o tratamento contábil adequado e quais são os critérios para reconhecimento, mensuração e a caracterização desses ativos (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020; ORO; KLAN, 2015).

Essas mudanças ocorreram no Brasil e podem ser interpretadas também como resposta ao movimento de intensificação do uso desses recursos no mundo. Em função do crescimento das economias advindo da globalização dos mercados e intensificação da competição, os ativos intangíveis ganharam ainda mais visibilidade, sendo considerados ferramentas benéficas para as organizações, por suas características singulares (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIA, 2020; PEREZ; FAMÁ, 2006; VASCONCELOS; FORTE; BASSO, 2019). Se antes a criação de valor de uma empresa concentrava-se nos seus ativos tangíveis, o atual cenário de mercado demanda um nível de diferenciação que é alcançada tão somente através dos ativos intangíveis e, por isso, situam-se como recursos relevantes para a geração sustentada de valor para uma empresa.

Ativos intangíveis são assumidos como forma de contribuição em termos de vantagem competitiva – que é aquela que afeta a participação de mercado e o desempenho da empresa, é o que argumentam Brito e Brito (2012). Nesse sentido, tais recursos podem ser essenciais e ter uso estratégico pelas firmas, visto que contribuem para o sucesso firme, conforme Jancenelle (2021), e agregam valor e diferenciação, de acordo com Lev (2001) e Wu e Lai (2020). Porém, a condição para tanto é o gerenciamento adequado desses ativos, maximizando assim a riqueza dos acionistas (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSA, 2020; PEREZ; FAMÁ. 2006; TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Wernerfelt (1984) explica que a entidade que tiver posse sobre um determinado recurso,

que seja considerado como uma força, apresenta posição benéfica frente a outros detentores. Ainda nesse sentido, Barney (1991) sinaliza que o aumento do desempenho de uma empresa se dá por meio da eficiência em explorar essa vantagem que possui. Diante do exposto, entende-se como tardio marco regulatório no Brasil via Lei nº 11.638/07 e CPC 04 (R1). Porém, este é um processo que se revela deveras pertinente ao escopo das organizações no que tange à gestão estratégica de ativos e seu uso como fonte de vantagem competitiva.

Nota-se que a inclusão de ativos intangíveis nos balanços das empresas de maneira clara e explícita dá maior qualidade à informação contábil, além de esclarecer aspectos sobre o valor dos negócios. Isso é facilitado pelo reconhecimento, mensuração, reporte e consequente gestão adequada desses ativos. Evidências trazidas por Vasconcelos, Forte e Basso (2019) corroboram essa ideia. Em seu estudo os autores inferiram que, entre firmas de capital aberto, quanto maior o *comprehensive value* (soma do capital intangível e do valor contábil dos ativos intangíveis) da entidade, maior o retorno aos acionistas e o valor de mercado da empresa.

À luz dos resultados de Vasconcelos, Forte e Basso (2019), pode-se esperar que quanto mais ativos intangíveis forem reconhecidos de forma adequada, bem como geridos, sendo isso refletido nos balanços das empresas, melhor poderá se dar o processo de geração de valor para a entidade e seus acionistas. A pesquisa de Haji e Ghazali (2015) reforça a tese da contribuição dos ativos intangíveis no desempenho das empresas revelando a essencialidade desses recursos na *performance* do negócio. O estudo investigou empresas da Malásia com dados no período de 2008 a 2013 (6 anos). A *resource-based view* ou visão baseada em recursos, teoria proposta Wernerfelt (1984), é usada como fundamentação nessa análise.

Em meio a essa discussão, pondera-se neste estudo que os recursos intangíveis carregam grande importância para as organizações pois alcançaram a condição de recursos estratégicos e imprescindíveis para a economia atual dos negócios (SILVA *et al.*, 2018). Com importância e reconhecimento recente, iniciado nas últimas décadas (WU; LAI, 2020), os ativos intangíveis merecem atenção e entendimento sobre a sua contribuição no crescimento das empresas.

No entanto, para Dionísio, Dagostini e Musial (2020) e Perez e Famá (2006), existe uma barreira a isso, que é a natureza complexa dos ativos intangíveis. Se por um lado a complexidade sugere idiosincrasia e diferenciação (BARNEY, 1991; WERNERFELT, 1984), por outro, ela acarreta preocupação em torno de qual o processo adequado da mensuração à evidenciação dos ativos intangíveis. Se esses recursos são valiosos, geram vantagens competitivas, compreender seu papel nas organizações depende do processo de reconhecimento desses ativos no patrimônio das empresas. Conforme Vasconcelos, Forte e Basso (2019), há uma lacuna na contabilização desse tipo de ativo. Dionísio, Dagostini e Musial (2020), que analisaram dados de 116 empresas no Brasil, observaram que em nenhuma delas houve divulgação de forma completa e adequada dos ativos intangíveis em suas demonstrações.

Dionísio, Dagostini e Musial (2020) endossam que o enfrentamento dessa dificuldade é resultado também da complexidade dos ativos intangíveis. Como efeito colateral, as entidades acabam tendo como resultado um distanciamento entre o valor real do patrimônio, diminuição do desempenho e perda de competitividade (DIONISIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020). Com o desafio de entender a participação dos ativos intangíveis na criação do valor e no patrimônio, também ocorre a diminuição da confiança dos investidores (ORO; KLAN, 2015). A partir dessa questão, Dionísio, Dagostini e Musial (2020) argumentam que para mitigar essa dificuldade é primário que as corporações consigam gerenciar esses ativos estratégicos e direcionar esforços a fim de desenvolver formas de melhor conduzi-los, detalhando seu papel no valor das firmas e procedendo com decisões estratégicas adequadas.

2.2 Governança Corporativa

Para este estudo, compreende-se a Governança Corporativa (GC) como um conjunto de

mecanismos ou um sistema que tem por finalidade dirimir conflitos de interesses, protegendo os interesses dos proprietários (DEGENHART *et al.*, 2021; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC, 2004). A atuação da GC baseia-se no controle das ações de gestores (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006) pautado em alguns princípios básicos: equidade, transparência, responsabilidade corporativa e prestação de contas (KEMPNER-MOREIRA; FREIRE, 2020). Por conta disso, a GC pode ser compreendida primordialmente como instrumento mitigador de riscos.

Nesse sentido, diversas pesquisas têm documentado os benefícios da GC e seu impacto dentro das empresas, não só como um instrumento eficiente que gerencia conflitos, mas também como um mecanismo capaz de agregar valor, possibilitando a tomada de decisões estratégicas (BARBOSA *et al.*, 2021; COSTA; MARTINS, 2019), avultando o desempenho da empresa no tocante ao retorno aos acionistas e repercussão nos ativos (SANTOS *et al.*, 2019) e contribuindo em geração de valor de mercado das corporações (CAIXE; KRAUTER, 2014).

Expostas essas contribuições, é razoável esperar que a estruturação da GC lastreada em boas regras tende a ser caminho que implicaria em diferencial estratégico ou competitivo para a entidade (CAIXE; KRAUTER, 2014; MACHADO *et al.*, 2020; SANTOS *et al.*, 2019).

Esse ganho baseia-se no entendimento de que a GC, explica Abor (2007), atua por meio de seus processos de gestão e colabora para o controle e monitoramento das ações dos gestores de modo eficaz (VOGT *et al.*, 2016). Ainda sobre esse aspecto, os resultados de Degenhart *et al.* (2021) mostram a GC como dispositivo capaz de mitigar conflitos de agência e potencializar o valor das diversas partes interessadas no negócio, além de cooperar na gestão dos recursos da empresa (BARBOSA *et al.*, 2021). Seria dessa forma que aumentaria a aptidão da empresa em competir de forma estratégica (RIBEIRO *et al.*, 2017).

Em linhas gerais, os estudos têm demonstrado que a GC pode atuar como ferramenta de monitoramento e de gestão estratégica dos recursos, colaborando também para uma gestão de riscos mais eficiente (OLESKOVICZ; OLIVA; PEDROSO, 2018). Essa atuação traz alinhamento e legitimação ante os *stakeholders* e mitigação dos conflitos de agência (RIBEIRO *et al.*, 2017) para que os agentes não ponham seus interesses pessoais na gestão dos recursos empresariais (QUEIROZ *et al.*, 2019).

Diante dos potenciais benefícios oriundos da instituição de uma forte GC, a adoção de suas práticas, no que concerne aos recursos estratégicos e mais específicos – e aqui incluem-se os ativos intangíveis – é considerada uma estratégia competitiva. Isso porque, uma vez que boas medidas de GC conferem a factibilidade de obter melhores informações sobre ativos intangíveis ou qualquer outro recurso específico, torna-se possível verificar com maior precisão os retornos desses recursos. Consequentemente, isso incentiva a perseguição de uma maior proporção dos ativos com essas características pelas organizações (BARNEY, 1991; PIRES, 2017).

Apesar disso, lograr êxito em aplicar a GC como ferramenta de gestão, principalmente no que tange aos recursos intangíveis, reflete um processo envolto de complexidade justamente em razão da natureza desse tipo de recurso. Citando-se o caso do *goodwill*, ativo que demanda nível informacional e de conhecimento acentuado, dados os aspectos de avaliação e mensuração desafiadores. Assim, seu processo de reconhecimento pode favorecer práticas de gerenciamento de resultados contábeis indevidas, como uma subestimação desses ativos, além de desvios de finalidade e de conduta (LI *et al.*, 2011).

Ainda nesse cenário, o estudo de Dionizio, Dagostini e Musial (2020) demonstra toda essa complexidade, sinalizando em seus resultados que todas as corporações analisadas por eles apresentaram dificuldades em cumprir quesitos da legislação acerca dos ativos intangíveis.

A GC tem o poder de agregar ao gerenciamento desses ativos dirimindo possíveis riscos de gestão, como oportunismo gerencial, minimizando assim os interesses dos gestores (KREIN; MOURA; MAGRO, 2021) e a obtenção de benefícios privados (MOURA *et al.*, 2019) os quais poderiam ser deliberados em meio ao ambiente favorável que a mensuração, reconhecimento e

avaliação dos intangíveis oferecem. Tanto o estudo de Lopes, Peixoto e Carvalho (2021) quanto o de Oro e Klann (2015) corroboram essa perspectiva. Ambos indicam que práticas adequadas de GC estão diretamente ligadas ao gerenciamento dos recursos estratégicos, como o ativo intangível, gerando preocupação relevante quanto ao seu reconhecimento e mensuração adequados.

Krein, Moura e Magro (2021) contribuem adicionando que mecanismos de GC somados ao monitoramento do gerenciamento dos resultados contribuem para informações contábeis de qualidade. Diri, Lambrinoudakis e Alhadab (2020) exploram a premissa de que um bom sistema de GC aperfeiçoa o nível de confiança dos relatórios financeiros e melhoram o desempenho da companhia, assegurando uma melhor tomada de decisão, na medida que subsidiam dados de riscos mais significativos (HEDLUND *et al.*, 2021; PLETSCH *et al.*, 2020).

Portanto, em meio a essa discussão, torna-se proeminente que as empresas estabeleçam mecanismos eficientes, como a GC, que assegurem que as ações dos agentes que gerenciam os resultados e operam com as informações internas, sejam alinhados as outras partes interessadas (DEGENHART *et al.*, 2021; IBGC, 2004). Como Kent e Stewart (2008) apontam, a qualidade informacional dos ativos, como os intangíveis, são inspirados pela GC, pois além de contribuir para o cumprimento das normas, ela os monitora. Albuquerque Filho (2019) reforça esse ponto ao demonstrar que as organizações, para construir nível maior de intangibilidade, recorrem a empregar melhoras práticas de GC.

2.3 Desenvolvimento da Hipótese

Admitindo-se que os ativos intangíveis, dados seus atributos, assumem uma posição de recurso estratégico em decorrência das suas características intrínsecas e da sua colaboração correspondente aos resultados da firma (MOURA *et al.*, 2020; PEREZ; FAMÁ, 2006; VASCONCELOS; FORTE; BASSO, 2019), é razoável defender que a entidade que adquire esses ativos, conseqüentemente, possui maior vantagem competitiva potencial que agregaria valor ao negócio (BARNEY 1991; WERNERFELT, 1984).

Sobre essa ótica, Perez e Famá (2006) demonstraram que empresas com maior grau de intangibilidade, classificadas como intangíveis-intensivas, têm maior geração de valor. Isso se mostrou mais consistente quanto ao desempenho econômico, comparativamente àquelas firmas classificadas como tangível-intensivas. Moura *et al.* (2020) apontam que as organizações, sejam familiares ou não, participantes na bolsa de valores, possuem maior valor de mercado, pois são empresas com maior participação de ativos intangíveis em suas estruturas.

Considerando a atuação da GC como mecanismo importante para proteção de interesses das firmas, mitigação de riscos e redução da assimetria informacional (BARBOSA *et al.*, 2021; COSTA; MARTINS, 2019), pode-se esperar que a GC carregue como consequência potenciais benefícios às entidades em relação a uma gestão mais eficiente, produzindo melhores resultados (CAIXE; KRAUTER, 2014; MACHADO *et al.*, 2020; SANTOS *et al.*, 2019).

Machado *et al.* (2020) reforçam essa perspectiva mostrando que, com o passar do tempo, a relação entre GC e desempenho financeiro aumenta de forma positiva. Com base nisso, pode-se esperar que essa sinergia seria benéfica ao negócio, pois no médio e longo prazo boas práticas de GC ajudariam a maximizar o valor da firma. Nesse sentido, a GC reduziria o risco e a taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros acompanhariam esse reflexo.

Caixe e Krauter (2014) sinalizam que as organizações que buscam melhores práticas da GC possuem seu valor de mercado impactado positivamente, principalmente, as organizações que integram ao menos algum nível dos três segmentos diferenciados de GC da bolsa de valores brasileira. Retomando a lógica da GC como mecanismo fundamentado em um conjunto de boas práticas (DEGENHART *et al.*, 2021), inclusive combater o gerenciamento indevido de recursos das empresas, isso se aplicaria principalmente àqueles ativos estratégicos de natureza complexa

(OLESKOVICZ; OLIVA; PEDROSO, 2018; LI *et al.*, 2011; PIRES 2017). Ativos intangíveis estão nessa categoria. A GC tem capacidade de atuar como mitigadora das práticas de desvios de conduta e conflitos de interesse (KEMPNER-MOREIRA; FREIRE, 2020; VOGT *et al.*, 2016; BARBOSA *et al.*, 2021), que são danosos para as empresas e potencializados com a existência de recursos estratégicos.

Em consonância ao exposto, os resultados de Moura *et al.* (2020) indicam que empresas que conseguem ser mais eficazes em práticas de GC suportam maiores níveis de intangibilidade. Ao passo que a adesão de melhores ações possui correlação positiva com os ativos intangíveis, possibilitando maior diligência quanto à aquisição, ao reconhecimento e à mensuração desses ativos. Complementarmente, os achados de Oro e Klann (2015) sinalizam que as organizações pertencentes aos segmentos diferenciados de GC da bolsa de valores brasileira possuem melhor nível de conformidade sobre ativos intangíveis. Assim, propõe-se a seguinte hipótese:
H1: A governança corporativa é variável moderadora do impacto dos ativos intangíveis sobre o valor de empresas de capital aberto.

Espera-se demonstrar, em correspondência com a literatura indicada, que a GC impacta a relação entre ativos intangíveis e valor, sinalizando maior confiabilidade na gestão em relação ao direcionamento correto desses recursos, com o devido alinhamento de interesses entre gestão e acionistas. Dado esse cenário, o valor da empresa seria elevado pelo mercado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Atentando-se para a finalidade do estudo, optou-se por analisar dados das empresas com maior volume de negociações na B3. Considerou-se títulos acionários integrantes do IBrX 100 – 100 ações mais representativas em termos de negociação da bolsa de valores brasileira. Como período, recorreu-se a um recorte de 11 anos (2021-2011), buscando-se maximizar os dados. A carteira do IBrX 100 utilizada foi a primeira de 2022 (janeiro a abril). São 96 empresas ao todo consideradas para coleta e análise dos dados. Depois de ajustes (exclusões e *missing data* – 150 e 184 observações), 722 observações integraram a amostra definitiva do estudo.

Para verificação da hipótese do estudo, recorre-se ao modelo de *valuation* proposto por Ohlson (1995). O estudo de Oliveira, Rodrigues e Craig (2010), que investigou a relevância dos ativos intangíveis em firmas portuguesas entre 1998 e 2008, também utiliza essa abordagem. A presente pesquisa, porém, emprega o modelo de Ohlson (1995) sem adaptações, como mostra a seguinte equação básica:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Em conformidade com o modelo Ohlson (1995), os lucros anormais (x_t^a) são estimados por meio da equação 2.

$$x_t^a = \text{Lucro líquido}_t - \text{Patrimônio líquido}_{t-1} * i_t \quad (2)$$

Onde: i_t é a *proxy* da taxa livre de risco do período, portanto, que reflete a remuneração básica do esforço da firma em bater o mercado em termos de retorno. Neste estudo, adotou-se como i_t a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), como indicaram Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) e aplicaram Madeira e Costa (2015), Santos e Coelho (2018). Pela adoção do lucro anormal, foram suprimidas 150 observações por apresentarem lucro líquido ou patrimônio líquido negativos. Santos e Coelho (2018) alertam para a necessidade do tratamento a fim de evitar distorções e vieses no modelo, pois a consideração de valores negativos para os números contábeis produz valores inconsistentes. Outras pesquisas de *value relevance* acusam isso: Collins, Pincus e Xie (1999), Franzen e Radhakrishnan (2009) e Jiang e Stark (2013).

Segundo a equação 1, o valor da empresa (P_t) é função do patrimônio líquido (y_t), dos lucros anormais (x_t^a), além de outras informações (v_t) que alteram expectativas do mercado em torno da previsão sobre a geração de fluxos futuros de caixa da firma. Partindo dessa equação, esta pesquisa considera inicialmente a seguinte equação:

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pla_{i,t} + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_4 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Onde: $Pa_{i,t+1}$ é o preço por ação quatro meses depois do fim do exercício fiscal; $Pla_{i,t}$ é o valor do patrimônio líquido por ação no fim do ano fiscal; $Abna_{i,t}$ refere-se ao lucro anormal por ação no fim do ano fiscal; $SET_{i,t}$ representa medida de controle dos efeitos fixos de setor; e $ANO_{i,t}$ corresponde ao controle para efeitos fixos de ano. No modelo apresentado por Ohlson (1995), são os lucros anormais (que excedem as expectativas) que provocam as diferenças de avaliação entre as empresas, associados a “outras informações relevantes”. Este estudo assume que os ativos intangíveis, como fizeram Oliveira, Rodrigues e Craig (2010), mas especialmente a governança corporativa, assumem o papel de outras informações, conforme Ohlson (1995).

A partir da equação 1.1, foram introduzidas as variáveis de interesse do estudo. Primeiro os ativos intangíveis, representados por três abordagens: $Aia_{i,t}$ – ativo intangível total por ação; $GDa_{i,t}$ – *goodwill* por ação; $Alla_{i,t}$ – ativos intangíveis identificados por ação. A separação dos ativos intangíveis em agrupamentos segue o tratamento de Oliveira, Rodrigues e Craig (2010). O *goodwill* pode ser considerado o mais intangível dos intangíveis da empresa, recaindo sobre ele maior incerteza em relação aos demais ativos. Dessa forma, são aplicadas as equações 1.2, 1.3 e 1.4:

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - Aia_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 Aia_{i,t} + \beta_4 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - GDa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 GDa_{i,t} + \beta_4 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.3)$$

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - Alla_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 Alla_{i,t} + \beta_4 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.4)$$

Nessas equações, que visam testar o impacto dos ativos intangíveis no valor das firmas, o patrimônio líquido foi ajustado a fim de individualizar o efeito desses ativos, evitando assim uma dupla contagem dos intangíveis no patrimônio das empresas. Todos os números contábeis foram obtidos após consulta ao formulário de referência das empresas (item 3.1 – informações financeiras selecionadas) e no balanço patrimonial ao longo dos 11 anos investigados. O preço das ações foi buscado via histórico de cotações no sítio da B3 e na plataforma *Google Finance*.

A verificação da hipótese de pesquisa deu-se com a introdução da variável governança corporativa ($GC_{i,t}$) nas equações 1.2, 1.3 e 1.4. Antes, contudo, essa variável foi introduzida na equação 1.1 permitindo testar como a medida impactava os preços das ações dessas empresas.

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pla_{i,t} + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_4 GC_{i,t} + \beta_5 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_6 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.5)$$

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - Aia_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 Aia_{i,t} + \beta_4 Aia_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5 GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.6)$$

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1(Pla_{i,t} - GDa_{i,t}) + \beta_2Abna_{i,t} + \beta_3GDa_{i,t} + \beta_4GDa_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.7)$$

$$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1(Pla_{i,t} - AIIa_{i,t}) + \beta_2Abna_{i,t} + \beta_3AIIa_{i,t} + \beta_4AIIa_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.8)$$

Considerou-se para mensuração de $GC_{i,t}$ uma *dummy*, segundo a participação da firma nos segmentos diferenciados de listagem da B3. Aquelas participantes do Novo Mercado (NM) receberam valor “1” e as demais valor “0”. Segundo a B3 (2022), participar do NM conduz as empresas ao mais elevado nível de governança corporativa, porque são adotadas regras capazes de ampliar os direitos dos acionistas, divulgação de políticas e estruturas de fiscalização e ainda de controle. No NM, as empresas adotam, voluntariamente, práticas além daquelas exigidas na legislação brasileira. Essa abordagem fundamenta-se nos estudos de Degenhart *et al.* (2021), Queiroz *et al.* (2019), assim como Caixe e Krauter (2014), Lopes, Peixoto e Carvalho (2021) e Araújo, Medeiros e Lucena (2019). Essas pesquisas utilizam ou reiteram o NM como um segmento de exigências superiores frente aos Níveis 1 e 2 da bolsa de valores brasileira.

A variável $GC_{i,t}$ interage com $AIIa_{i,t}$, $GDa_{i,t}$ e $AIIa_{i,t}$ a fim de capturar a moderação da medida na relação dos ativos intangíveis com o valor das empresas. Espera-se que o coeficiente β_4 se mostre estatisticamente significativo e positivo em consonância com a hipótese proposta. As análises foram realizadas por meio do *software* STATA® com estimações de regressão linear múltipla com dados empilhados – *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), com inclusão de *dummies* por setor e ano, a fim de controlar efeitos fixos dessa ordem. As variáveis contínuas foram *winsorizadas* nos percentis 1 e 99 para reduzir a influência de *outliers*.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados iniciam pela Tabela 1, que mostra a caracterização dos ativos intangíveis.

Tabela 1 – Análise descritiva dos ativos intangíveis na amostra

Painel A – Evolução anual do valor médio			
Ano	Ativo intangível (AI)	Goodwill (GD)	Ativos intangíveis identificados (AII)
2011	4.859.100,96	1.579.484,54	3.279.616,42
2012	5.551.318,39	1.916.425,84	3.634.892,54
2013	5.175.919,03	2.339.775,03	2.836.144,00
2014	4.783.314,84	2.468.241,06	2.315.073,78
2015	6.254.339,13	2.870.145,95	3.384.193,18
2016	5.630.437,16	2.548.489,86	3.081.947,30
2017	5.763.802,20	2.596.293,97	3.167.508,23
2018	6.116.133,06	2.801.372,04	3.314.761,02
2019	7.253.962,55	2.829.621,49	4.424.341,05
2020	7.883.840,79	2.937.937,20	4.945.903,59
2021	7.615.258,34	3.313.298,48	4.301.959,86
Painel B – Valor médio por segmento de GC			
	Ativo intangível (AI)	Goodwill (GD)	Ativos intangíveis identificados (AII)
Novo Mercado	4.786.390,20	1.699.974,62	3.086.415,58
<i>n</i>	440	346	440
Nível 2	4.283.836,83	182.599,97	4.101.236,86
<i>n</i>	62	45	62
Nível 1	4.098.036,78	1.882.619,61	2.215.417,17
<i>n</i>	125	95	95
Sem segmento	24.784.972,07	15.137.132,75	9.647.839,33
<i>n</i>	46	43	46

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

O Painel A sinaliza crescimento médio dos recursos aplicados em ativos intangíveis nesse período. O grupo Ativo intangível (*AI*) cresceu quase 60% entre 2011 e 2021. O *Goodwill* (*GD*), chama atenção, cresceu 110%, indicativo de combinações de negócios originando intangíveis não identificados. Os Ativos intangíveis identificados (*AII*) cresceram menos, 31% no recorte. Destaca-se que 2011 pode ser considerado como período de consolidação das práticas contábeis alinhadas ao padrão internacional após os marcos regulatórios da Lei nº 11.638/2007 e do CPC 04 em 2008 (DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020; ORO; KLAN, 2015).

A elevação dos saldos médios dos ativos intangíveis sugere que a regulamentação que a contabilidade brasileira aderiu permitiu melhoria no reconhecimento dos ativos nos balanços. Além disso, esse movimento funciona como indicativo de fortalecimento do uso desses recursos estratégicos e benéficos em termos de vantagem competitiva, e desenvolvimento da economia, como indicam várias pesquisas (BRITO; BRITO, 2012; DIONIZIO; DAGOSTINI; MUSIAL, 2020; LEV, 2001; VASCONCELOS; FORTE; BASSO, 2019).

No Painel B, observa-se que a maioria das observações pertence ao segmento superior de GC. No grupo estudado, prevalecem empresas e gestões atentas com mecanismos que supõe atenção maior com qualidade informacional e boa gestão dos ativos (KENT; STEWART, 2008; ALBUQUERQUE FILHO (2019). Diri, Lambrinoudakis e Alhadab (2020) e Lopes, Peixoto e Carvalho (2021) apontam que condutas satisfatórias de GC estão alinhadas com gerenciamento adequado de recursos estratégicos. Também indicam que a maioria das empresas associadas aos papéis de maior negociação na B3 buscam processos de gestão, monitoramento de ações dos gestores e mitigação de conflitos adequados, em consonância com os resultados de Vogt *et al.* (2016), Barbosa *et al.* (2021) e Ribeiro *et al.* (2017).

A Tabela 2 evidencia resultados da avaliação de *value relevance* dos ativos intangíveis.

Tabela 2 – Relevância informacional do ativo intangível

Variáveis	Parâmetros			
	Modelo 1	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 1c
Modelo 1	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pla_{i,t} + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 \sum_{10}^{2021} SET_{i,t} + \beta_4 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Modelo 1a	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - AIIa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 AIIa_{i,t} + \beta_4 \sum_{10}^{2021} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Modelo 1b	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - GDa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 GDa_{i,t} + \beta_4 \sum_{10}^{2021} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Modelo 1c	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - AIIa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 AIIa_{i,t} + \beta_4 \sum_{10}^{2021} SET_{i,t} + \beta_5 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Constante	18,289	17,472	17,033	17,976
<i>t</i>	(5,84)***	(5,57)***	(5,45)***	(5,70)***
<i>Pla</i> _{<i>i,t</i>}	0,049	-	-	-
<i>t</i>	(1,28)	-	-	-
(<i>Pla</i> _{<i>i,t</i>} - <i>AIIa</i> _{<i>i,t</i>})	-	0,024	-	-
<i>t</i>	-	(0,60)	-	-
(<i>Pla</i> _{<i>i,t</i>} - <i>GDa</i> _{<i>i,t</i>})	-	-	0,036	-
<i>t</i>	-	-	(0,90)	-
(<i>Pla</i> _{<i>i,t</i>} - <i>AIIa</i> _{<i>i,t</i>})	-	-	-	0,035
<i>t</i>	-	-	-	(0,91)
<i>Abna</i> _{<i>i,t</i>}	1,051	1,063	1,070	1,048
<i>t</i>	(3,97)***	(3,99)***	(4,03)***	(3,94)***
<i>AIIa</i> _{<i>i,t</i>}	-	81,342	-	-
<i>t</i>	-	(1,37)	-	-
<i>GDa</i> _{<i>i,t</i>}	-	-	200,013	-
<i>t</i>	-	-	(1,31)	-
<i>AIIa</i> _{<i>i,t</i>}	-	-	-	67,209

<i>t</i>	-	-	-	(0,98)
Efeito fixo – Ano	Sim***	Sim***	Sim***	Sim***
Efeito fixo – Setor	Sim***	Sim***	Sim***	Sim***
Teste F	11,61***	11,06***	11,41***	11,02***
R ²	0,2768	0,2790	0,2788	0,2780
R ² ajustado	0,2551	0,2563	0,2561	0,2553
VIF médio	3,27	3,28	3,40	3,23
Breusch-Pagan	88,41***	89,01***	86,83***	89,92***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim
N	721	721	721	721

Notas. (***), (**), (*) indicam significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrão estimados com correção para heteroscedasticidade de White. A estatística VIF demonstra que não há problemas significativos de multicolinearidade.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Conforme explícito pela Tabela 2, percebe-se que em todos os modelos estudados, incluindo o Modelo 1, tradicional da teoria, não houve do ponto de vista estatístico, relação significativa entre o patrimônio líquido (PL) e o preço, embora seja uma relação positiva, com coeficiente de 0,049. O que vai de encontro com a teoria de Ohlson (1995) que espera que o PL afete o valor. Já na perspectiva do lucro anormal, há aderência ao modelo de Ohlson (1995), pois a variável apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativa a nível de 1% nos quatro modelos, indicando que existe um efeito positivo do lucro anormal sobre o preço dessas empresas, variando de 1,04 a 1,07.

Realizados os ajustes no modelo tradicional para verificar o efeito das outras variáveis do estudo, observa-se que em todos os modelos, não existe uma relação de efeito e significância dos *AI*, *GD* e *AI* sobre o preço, embora haja uma relação positiva e expressiva. Tal observação diverge dos achados de Vasconcelos, Forte e Basso (2019) que sugere que quanto maior o capital de ativos intangíveis, maior o valor de retorno econômico-financeiro.

Com base na leitura da Tabela 2, sabe-se que os *AI* estudados já transitaram pelo processo de mensuração, portanto puderam ser analisados por estarem nos relatórios. Dado essa premissa, é admissível assumir que os critérios de reconhecimento excluem os *AI* de uma posição estratégica, tendo em vista o conservadorismo contábil existente no tratamento de reconhecimento. O que diverge dos resultados de Vasconcelos, Forte e Basso (2019) que destacam a relação entre o processo de mensuração adequado dos *AI* e sua capacidade de gerar valor. Embora, em paralelo se alinhe com os resultados de Barney (1994), Perez e Famá (2006), que indicam o poder do *AI* em gerar valor, tendo como principal componente sua singularidade, característica não encontrada no conservadorismo.

A Tabela 3, por último, mostra os resultados da análise de *value relevance* considerando o efeito da *GC* na avaliação dos ativos intangíveis.

Tabela 3 – Impacto da governança na relevância informacional do ativo intangível

Modelo	Equação
Modelo 1d	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pla_{i,t} + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_4 GC_{i,t} + \beta_5 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_6 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$
Modelo 1e	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - Aia_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 Aia_{i,t} + \beta_4 Aia_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5 GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$
Modelo 1f	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - GDa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 GDa_{i,t} + \beta_4 GDa_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5 GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$
Modelo 1g	$Pa_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (Pla_{i,t} - AIIa_{i,t}) + \beta_2 Abna_{i,t} + \beta_3 AIIa_{i,t} + \beta_4 AIIa_{i,t} * GC_{i,t} + \beta_5 GC_{i,t} + \beta_6 \sum_1^{10} SET_{i,t} + \beta_7 \sum_{2011}^{2021} ANO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$
Variáveis	Parâmetros
Constante	Modelo 1d: 17,498 Modelo 1e: 19,375 Modelo 1f: 15,381 Modelo 1g: 19,859
<i>t</i>	Modelo 1d: (5,51)*** Modelo 1e: (5,15)*** Modelo 1f: (4,69)*** Modelo 1g: (5,34)***
<i>Pla</i> _{<i>i,t</i>}	Modelo 1d: 0,047 Modelo 1e: - Modelo 1f: - Modelo 1g: -

t	(1,25)	-	-	-
$(Pla_{i,t} - AIA_{i,t})$	-	0,046	-	-
t	-	(1,14)	-	-
$(Pla_{i,t} - GDA_{i,t})$	-	-	0,215	-
t	-	-	(0,52)	-
$(Pla_{i,t} - AIIa_{i,t})$	-	-	-	0,058
t	-	-	-	(1,53)
$Abna_{i,t}$	1,211	1,016	1,046	1,010
t	(3,90)***	(3,86)***	(3,93)***	(3,88)***
$AIA_{i,t}$	-	-63,402	-	-
t	-	(-0,66)	-	-
$AIA_{i,t} * GC_{i,t}$	-	157,624	-	-
t	-	(1,70)*	-	-
$GDA_{75i,t}$	-	-	441,638	-
t	-	-	(1,68)*	-
$GDA_{75i,t} * GC_{i,t}$	-	-	-436,018	-
t	-	-	(-1,37)	-
$AIIa_{i,t}$	-	-	-	-200,194
t	-	-	-	(-1,21)
$AIIa_{i,t} * GC_{i,t}$	-	-	-	299,315
t	-	-	-	(1,70)*
$GC_{i,t}$	1,211	0,316	1,642	0,197
t	(1,43)	(0,36)	(1,88)*	(0,22)
Efeito fixo – Ano	Sim***	Sim***	Sim***	Sim***
Efeito fixo – Setor	Sim***	Sim***	Sim***	Sim***
Teste F	11,81***	10,99***	11,27***	11,09***
R ²	0,2789	0,2835	0,2830	28,45
R ² ajustado	0,2562	0,2588	0,2582	25,98
VIF médio	3,26	3,72	3,86	3,77
Breusch-Pagan	88,00***	83,64***	84,59***	81,21***
Erros robustos	Sim	Sim	Sim	Sim
N	721	721	721	721

Notas. (***) , (**), (*) indicam significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrão estimados com correção para heteroscedasticidade de White. A estatística VIF demonstra que não há problemas significativos de multicolinearidade .

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Conforme demonstrado pela Tabela 3, novamente observa-se que nos modelos o PL e o PL ajustado não possuem relação estatisticamente significativa, reforçando que o patrimônio líquido não tem avaliação relevante por parte do mercado brasileiro. O mesmo padrão visto anteriormente para o lucro anormal se repete, demonstrando que o lucro anormal possui efeito estatisticamente significativo, sendo visto como relevante para o *shareholder*

Adiante, verificando a governança corporativa isolada, que foi medida pela presença ou não da empresa no NM, no Modelo 1d não é apresentada uma relação significativa, ou seja, a empresa estar no Novo Mercado não gera diferenciação de preços.

Para o Modelo 1e e 1g, percebe-se que as variáveis isoladas *AI*, *GD* e *AII* repetem o comportamento de não serem relevantes para o preço, com impacto, na perspectiva estatística, de zero. Entretanto, a combinação entre *AI*, *GD* ou *AII* e *GC*, geram uma interação de impacto positivo a nível de 10% de significância, em que os coeficientes variam de 157,624 a 299,315. Depreende-se que, uma forte *GC*, como um mecanismo de proteção e de garantia da qualidade das informações, corrobora para uma maior precificação do mercado. Tal observação se alinha com as conclusões de Dionizio, Dagostini e Musial (2020), Perez e Famá (2006) e Barbosa *et al.* (2021) sobre a possibilidade dos ativos intangíveis contribuírem em valor e diferenciação, desde que tenham o gerenciamento adequado, maximizando assim a riqueza dos acionistas. (SANTOS *et al.*, 2019)

Conforme o Modelo 1f, obteve-se um cenário que difere dos modelos anteriores. Neste, a interação entre governança e *goodwill* não possui impacto estatisticamente significativo. Entretanto, as duas variáveis isoladas têm efeito positivo sobre o preço com significância a nível de 10%, com coeficiente para o *GD* de 441,638 e para *GC* de 1,642. Ou seja, apesar do *goodwill* ser considerado um ativo de maior complexidade, visto que é uma estimativa (LI *et al.*, 2011), é precificado positivamente pelo mercado financeiro, assim como a *GC*. Tal indicação pode encontrar razão nos resultados de Caixe e Krauter (2014), Machado *et al.* (2020) e SANTOS *et al.* (2019), em que se verificou que uma governança estruturada em boas regras tende a implicar em diferenciais estratégicos ou competitivos, contribuindo em retorno aos acionistas e valor de mercado. Logo, conclui-se que apesar da combinação de *GD* e *GC* não possuírem impacto significativo, a governança pode aparecer como forma de proteção para as empresas que têm *goodwill*, gerando ainda mais valor.

Por fim, as evidências sugerem que não se pode rejeitar a hipótese do estudo, uma vez que os resultados indicam que existe uma relação de impacto positivo e moderadora entre a governança corporativa sobre o grupo dos ativos intangíveis, como também ativos intangíveis identificáveis e valor da empresa na perspectiva do mercado.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa conclui que foi integralmente alcançado o objetivo de examinar como ocorre a atuação da governança corporativa como instrumento de moderação na relação entre ativos intangíveis e valor nas empresas mais negociadas da bolsa de valores Brasil Bolsa e Balcão (B3). Os resultados encontrados revelam que o maior volume de papéis do índice IBrX100 estão concentrados no segmento diferenciado Novo Mercado, o que pode indicar maiores níveis de confiança dos relatórios analisados e qualidade informacional e de gestão dos ativos. Partindo desse pressuposto, a pesquisa analisou as variáveis *AI*, *AII* e *GD* de forma isoladas e em combinação com a governança corporativa a fim de verificar o comportamento das mesmas sobre o preço das empresas

A priori, analisando as variáveis desacompanhadas da *GC*, percebeu-se que em nenhum caso há o impacto dos ativos intangíveis estatisticamente significativo no tocante do preço das empresas. Do ponto de vista prático, esse resultado indica que o mercado brasileiro não precifica diferente as empresas que possuem registrados em seu ativo o recurso do tipo intangível. O mesmo comportamento se repete ao analisar apenas a governança isolada, com exceção do caso do ativo *goodwill*. *A posteriori*, ao verificar a combinação do grupo ativo intangível ou ativo intangível identificável com a ferramenta de gestão de recursos governança corporativa, captou-se que existe uma relação moderadora e de efeito positivo advinda da inserção da *GC*, no que concerne o preço das empresas. Do ponto de vista prático, as análises demonstram que o mercado brasileiro possui maior interesse quando visualiza a governança corporativa combinada com o *AI* ou *AII*. Ou seja, os investidores concebem uma maior relevância da *GC*, como uma ferramenta de proteção e de garantia a respeito do recurso estratégico reconhecido, com exceção do *goodwill*.

A hipótese levantada não pode ser rejeitada, uma vez que as evidências auferidas corroboram para a sua aceitação. Os resultados indicam que a governança corporativa como variável confere impacto dos ativos intangíveis sobre o valor das empresas, desde que na avaliação sejam considerados apenas o grupo de ativos intangíveis e os identificáveis. Portanto, o estudo conclui que há relação positiva entre a ferramenta de gestão que é a *GC* e os recursos estratégicos, ativos intangíveis. O que indica para a gestão das empresas e *stakeholders* que a existência e o bom funcionamento de uma governança que mitiga riscos, protege interesses e reduz assimetria informacional contribui para melhores resultados e benefícios às entidades.

Essa pesquisa enfrenta algumas limitações que devem ser consideradas, como a amostra

ser restringida à apenas um índice da B3, sem considerar todas as empresas de capital aberto do mercado brasileiro, apesar de ter tido uma representatividade considerável e robusta. Além disso, as coletas e consultas de dados foram executadas a partir de dados secundários provenientes de demonstrativos contábeis – os quais podem não captar de forma integral os recursos intangíveis detidos por uma organização. Como oportunidades de desenvolvimento para pesquisas futuras acerca do tema abordado, sugere-se a análise de alguns setores específicos do mercado, a fim de obter evidências complementares e indicações relevantes para a temática. Assim como a análise de outros cenários e índices representativos, nacionais e/ou internacionais para se obter parâmetros de comparabilidade.

REFERÊNCIAS

- ABOR, J. Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. **Corporate Governance: The international Journal of Business in Society**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 83-92, fev. 2007. DOI: 10.1108/14720700710727131
- ALBUQUERQUE FILHO, A. R. Efeito da competitividade e da governança corporativa no nível de intangibilidade das companhias familiares. **NAVUS - Revista de Gestão e Tecnologia**, Florianópolis, v. 9, n. 3, p. 143-155, jul./set. 2019. DOI: 10.22279/navus.2019.v9n3.p143-155.943
- BARBOSA, F. L. S.; CABRAL, J. E. O.; NASCIMENTO, J. C. H. B.; BIZARRIA, F. P. A. Corporate governance, dynamic capabilities and business performance in companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3 S/A). **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 14, n. 1, p. 182-201, jan./mar. 2021. DOI: 10.5902/1983465942441
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of management**, [S. l.], v. 17, n. 1, p. 99-120, out. 1991.
- BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 70-84, jan./fev. 2012.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 96-117, jan./mar. 2014.
- COLLINS, D. W.; PINCUS, M.; XIE, H. Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity. **The Accounting Review**, [S. l.], v. 74, n. 1, p. 29-61, jan. 1999. DOI: 10.2308/accr.1999.74.1.29
- COSTA, Y. C. L.; MARTINS, O. S. CEO duality and corporate performance: evidence in the Brazilian capital market. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 12, n. 3, p. 403-417, jul./set. 2019. DOI: 10.5902/1983465919515
- DEGENHART, L.; SOARES, L. S.; CASARIN, G. S.; MARQUEZAN, L. H. F.; SOARES, C. S. Mecanismos de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro e de mercado de empresas brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. **Revista Organizações em Contexto**, São Bernardo do Campo, v. 17, n. 33, p. 137-177, jan./jun. 2021. DOI: /10.15603/1982-8756/roc.v17n33p137-177
- DIONIZIO, C. L. R.; DAGOSTINI, L.; MUSIAL, N. T. K. Evidenciação dos ativos intangíveis das empresas listadas no Novo Mercado da B3 em conformidade com CPC 04 (R1). **Revista Gestão Organizacional**, Chapecó, v. 13, n. 2, p. 142-161, mai./ago. 2020. DOI: 10.22277/rgo.v13i2.5156
- DIRI, M. E.; LAMBRINOUDAKIS, C.; ALHADAB, M. Corporate governance and earnings management in concentrated markets. **Journal of Business Research**, [S. l.], v. 108, p. 291-306, jan. 2020. DOI: 10.1016/j.jbusres.2019.11.013
- FRANZEN, L.; RADHAKRISHNAN, S. The value relevance of R&D across profit and loss

firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, [S. l.], v. 28, n. 1, p. 16-32, jan./fev. 2009. DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2008.11.006

HAJI, A. A.; GHAZALI, N. A. M. The role of intangible assets and liabilities in firm performance: empirical evidence. **Journal of Applied Accounting Research**, [S. l.], fev. 2018. DOI: 10.1108/JAAR-12-2015-0108

HEDLUND, P. R.; ZALUSKI, F. C.; SIQUEIRA, C. S.; SILVA, P. R.; BRIZOLLA, M. M. B.; GOMES, C. M.; MUELLER, A. A. A relação entre governança corporativa e teoria da agência no gerenciamento de conflitos. **Gestão e Sociedade**, [S. l.], v. 15, n. 41, p. 4144-4162, jan./abr. 2021. DOI: 10.21171/ges.v15i41.3383

JANCENELLE, V. E. Tangible-Intangible resource composition and firm success. **Technovation**, [S. l.], v. 108, p. 102337, mai./jul. 2021. DOI: 10.1016/j.technovation.2021.102337

JIANG, W.; STARK, A. W. Dividends, research and development expenditures, and the value relevance of book value for UK loss-making firms. **The British Accounting Review**, [S. l.], v. 45, n. 2, p. 112-124, jun. 2013. DOI: 10.1016/j.bar.2013.03.003

KENT, P.; STEWART, J. Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. **Accounting & Finance**, [S. l.], v. 48, n. 4, p. 649-671, jun. 2008. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2007.00257.x

KEMPNER-MOREIRA, F.; FREIRE, P. S. Corporate governance as an innovative booster: a literature revision. **International Journal of Innovation**, São Paulo, v. 8, n. 3, p. 356-372, set./dez. 2020. DOI: <https://doi.org/10.5585/iji.v8i3.15037>

KREIN, V.; MOURA, G. D.; MAGRO, C. B. D. Efeito da governança corporativa na relação do desempenho financeiro e do oportunismo gerencial com as perdas do goodwill. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 32, n. 3, p. 24-46, set./dez. 2021. DOI: 10.22561/cvr.v32i3.6178

LEV, B. **Intangibles: Management, measurement, and reporting**. Washington: Brookings Institution press, 2000.

LI, Z., SHROFF, P. K., VENKATARAMAN, R.; ZHANG, I. X. Causes and consequences of goodwill impairment losses. **Review of accounting studies**, [S. l.], v. 16, n. 4, 745-778, jul. 2011.

LOPES, A. B.; SANT'ANNA, D. P.; COSTA, F. M. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.

LOPES, F. C. C.; PEIXOTO, F. M.; CARVALHO, L. Gerenciamento de resultados, ativos intangíveis e controle familiar: análise da qualidade da informação contábil brasileira. **Enfoque Reflexão Contábil**, [S. l.], v. 40, n. 2, p. 153-170, mai/ago. 2021. DOI: 10.4025/enfoque.v40i2.49073

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W.; RAUBER, L. L.; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. D. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. **Enfoque Reflexão Contábil**, [S. l.], v. 39, n. 2, p. 27-41, mai./ago. 2020. DOI: 10.4025/enfoque.v39i2.45852

MADEIRA, F. L.; COSTA JÚNIOR, J. V. Value relevance dos outros resultados abrangentes nas companhias abertas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 8, n. 2, p. 204-2017, mai./ago. 2015. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080204>

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, p. 65-79, ago. 2006. DOI:

10.1590/S1519-70772006000400006

- MOURA, G. D.; BARBOSA, S. A.; SCHIO, N. S.; MAZZIONI, S. Ativos intangíveis influenciam no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares? **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 19, n. 1, p. 1-17, jan./dez. 2020. DOI: 10.16930/2237-766220202815
- MOURA, G. D.; FANK, D. R. B.; MAZZIONI, S.; ANGONESE, R.; SILVA, G. Habilidade gerencial e perdas do valor recuperável do 'Goodwill': análise em companhias abertas listadas na B3. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 13, n. 2, p. 197-218, abr./jun. 2019. DOI: 10.17524/repec.v13i2.2002
- OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.
- OLESKOVICZ, M.; OLIVA, F. L.; PEDROSO, M. C. Gestão de riscos, governança corporativa e alinhamento estratégico: um estudo de caso. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, [S. l.], v. 17, n. 2, p. 18-31, 2018, abr./jun. DOI: 10.5585/riae.v17i2.2513
- OLIVEIRA, L.; RODRIGUES, L. L.; CRAIG, R. Intangible assets and value relevance: evidence from the portuguese stock exchange. **The British Accounting Review**, [S. l.], v. 42, n. 4, p. 241-252, dez. 2010. DOI:/10.1016/j.bar.2010.08.001
- ORO, I. M.; KLANN, R. C. Disclosure obrigatório de ativos intangíveis das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 62, p. 45-54, jan./abr. 2015.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.
- PIRES, V. M. **A influência do investimento em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras estabelecidas no Brasil**. 2017. 130 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Administração, Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, São Leopoldo, 2017.
- PLETSCH, C. S.; WITT, C.; SILVA, M. Z.; HEIN, N. Efeito da governança corporativa na qualidade da evidenciação dos riscos. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 23, n. 2, p. 145-158, mai./ago. 2020. DOI: 10.21714/1984-3925_2020v23n2a1
- QUEIROZ, J. M.; BASTOS, E. V. P.; CUEVA, J. F.; MENDES, D. Governança corporativa: uma análise das empresas da nova economia. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 24, n. 2, p. 61-74, mai./ago. 2019.
- RIBEIRO, H. C. M.; MURITIBA, S. N.; MURITIBA, P. M.; DOMINGUES, L. M. A dimensão da gestão nos estudos governança corporativa no Brasil: análise teórica e agenda de pesquisa. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 77-104, jan./jun. 2017.
- SANTOS, J. G. C.; COELHO, A. C. Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 29, n. 78, p. 390-404, set./dez. 2018.
- SANTOS, L. M. S.; ARAÚJO, R. A. M.; MEDEIROS, D. N.; LUCENA, W. G. L. Níveis diferenciados de governança corporativa: impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas. **Revista Capital Científico**, [S. l.], v. 17, n. 2, p. 70-85, abr./jun. 2019. DOI: 10.5935/2177-4153.20190013
- SILVA, A. L. C. D. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- SILVA, G. R. L.; SOUZA, W. C. O.; MIRANDA, K. F.; SILVA FILHO, A. C. C. Características econômico-financeiras e a intensidade no reconhecimento de ativos intangíveis: evidências em empresas brasileiras e americanas. **Revista Mineira de Contabilidade**, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 55-67, mai./ago. 2018. DOI: 10.21714/2446-9114RMC2018v19n2t05

TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 9, n. 1, p. 86-106, jan./fev. 2008. DOI: 10.1590/S1678-69712008000100005

VASCONCELOS, T.; FORTE, D.; BASSO, L. O impacto de intangíveis de empresas Alemãs, Inglesas e Portuguesas: de 1999 a 2016. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 20, n. 4, p. 1-38, out./jan. 2019. DOI: 10.1590/1678-6971/eRAMF190164

VOGT, M.; PLETSCH, C. S.; MORÁSA, V. R.; KLANN, R. C. Determinantes do reconhecimento das perdas por *impairment* do *Goodwill*. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 27, n. 72, p. 349-362, set./dez. 2016. DOI: 10.1590/1808-057x201602010

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 5, n. 2, p. 171-180, abr./jun. 1984.

WU, K.; LAI, S. Intangible intensity and stock price crash risk. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 64, p. 101682, abr./jun. 2020. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101682